

I provvedimenti adottati dopo il *default* Lehman hanno contribuito a contrastare pressioni ribassiste; è d'uopo però considerare che tali misure non possono produrre risultati risolutivi e possono essere adottate per periodi di tempo limitati; vi sono infatti evidenze che il divieto di vendite allo scoperto può determinare riduzione della liquidità e dell'efficienza informativa del mercato¹⁷.

L'esperienza maturata dimostra che, al fine di rendere pienamente efficaci i provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto e di eliminare opportunità di arbitraggi regolamentari che portano alla concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, è necessario il massimo coordinamento sul piano internazionale e un approccio omogeneo da parte di tutti i paesi.

I provvedimenti adottati dai paesi Europei, nonostante i tentativi di coordinamento in sede Cesr, non sono stati, invece, uniformi, sia per tempistica che per contenuti e portata. Alcuni paesi hanno vietato solo le cosiddette *naked short sales*, cioè le vendite allo scoperto non assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, mentre altri hanno vietato anche le cosiddette *covered short sales*, ossia le vendite allo scoperto assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, nonché l'assunzione di qualsiasi tipo di posizione ribassista, realizzabile anche attraverso strumenti derivati; alcuni paesi hanno ristretto la portata del divieto alle operazioni realizzate sui mercati regolamentati, mentre in altri paesi il divieto è stato esteso anche alle operazioni realizzate su sistemi multilaterali di negoziazione e sui mercati Otc; alcuni paesi hanno poi ristretto il divieto ad un sottoinsieme di titoli del listino, tipicamente i titoli di emittenti finanziari più colpiti dalla crisi, mentre altri hanno esteso il divieto a tutti i titoli negoziati su mercati regolamentati.

Il mancato coordinamento e la disomogeneità di approccio possono produrre effetti distorsivi nella competizione fra mercati e intermediari. Operazioni di vendita allo scoperto su titoli quotati vietate su un mercato regolamentato di un paese non ne intaccano la liceità su piattaforme di scambio alternative (ad esempio, su un sistema multilaterale di negoziazione – cosiddetto Mtf) o su mercati regolamentati di altri paesi. Di conseguenza, gli operatori possono avere incentivi a spostare la propria operatività dai mercati regolamentati dove vige il divieto di vendere allo scoperto verso mercati o piattaforme alternative di *trading* sui quali è possibile negoziare i medesimi titoli anche allo scoperto. Infatti, per tali motivazioni, è emersa una tendenza ad utilizzare come *broker* intermediari finanziari non sottoposti alla vigilanza diretta dell'Autorità che ha disposto il divieto, prediligendo intermediari residenti in altri paesi per i quali l'attività di *enforcement* è meno efficace.

¹⁷ In presenza di vincoli sulle vendite allo scoperto, quando l'informazione rilevante diventa pubblica, dal momento che le informazioni negative non sono state precedentemente incorporate nei prezzi tramite il *trading* degli *short sellers*, ci saranno degli aggiustamenti dei prezzi molto più forti nel caso di notizie negative piuttosto che positive.

L'esperienza di vigilanza ha messo in evidenza come l'*enforcement* dei provvedimenti risulti particolarmente complessa nei confronti di intermediari esteri – che generano oltre la metà degli scambi sul nostro mercato azionario – e postula una attiva e tempestiva cooperazione da parte delle Autorità di Vigilanza degli altri paesi; cooperazione che la Consob ha prontamente attivato.

4. Le implicazioni della crisi per le Autorità di vigilanza

La crisi finanziaria ha sollecitato una profonda riflessione sull'approccio complessivo all'attività di vigilanza e di produzione normativa.

Nel dibattito che si sta sviluppando attorno alla crisi gli interrogativi sul fallimento del mercato si intrecciano con quelli sulle carenze regolamentari e sulla scarsa efficacia della prassi di vigilanza. In particolare, con riferimento alle difficoltà incontrate nel perseguire gli obiettivi di stabilità, trasparenza e correttezza, le Autorità si interrogano sull'efficacia dei loro interventi e sull'adeguatezza degli strumenti di vigilanza. Sono in discussione la capacità di intercettare per tempo le anomalie, la flessibilità operativa, la necessità di riflettere sull'efficacia dell'approccio *risk-based* di pianificazione della vigilanza, l'adeguatezza delle risorse umane e tecnologiche impiegate per presidiare i processi innovativi. È diffusa la consapevolezza che il rafforzamento della cooperazione internazionale non possa prescindere da un rapido allineamento delle prassi operative.

In Europa tali riflessioni sono sempre più presenti nel processo di formazione dei nuovi assetti normativi e regolamentari, alla ricerca del giusto equilibrio tra “principi” e “norme”, e di efficaci meccanismi di *enforcement*.

Come in precedenza illustrato, vi è stata un'accelerazione nel dibattito su alcuni temi da tempo nell'agenda delle istituzioni e degli organismi internazionali chiamati a rivedere l'assetto delle regole e a dettare standard e principi di fondo che dovranno essere applicati dai singoli paesi, in particolare in materia di agenzie di rating, di fondi speculativi, di principi contabili internazionali, di vendite allo scoperto e di risparmio gestito.

Intenso è anche il confronto sulla revisione dei meccanismi di quantificazione dei rischi assunti dagli intermediari e di determinazione dei requisiti patrimoniali. Su questo tema si innesta anche il dibattito su questioni correlate che si collocano in aree di intersezione fra le competenze dei regolatori di stabilità e quelle più tipiche delle Autorità preposte ai controlli di trasparenza e correttezza, quali la struttura e la necessità di interventi sugli assetti di *governance* degli intermediari, i meccanismi di controllo interno e le procedure per il monitoraggio e il presidio dei rischi, la necessità di responsabilizzazione degli organi di governo societario rispetto alle funzioni di *risk management* e la rilevanza dei meccanismi di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti di più alto livello rispetto alla propensione ad assumere e gestire i rischi finanziari.

Le riflessioni sulla riforma degli assetti di vigilanza, illustrate nel paragrafo precedente, sono scaturite in larga misura da preoccupazioni legate a una efficace applicazione della disciplina delle regole di micro-stabilità e di gestione delle crisi bancarie, che sono state amplificate dai rilevanti problemi di trasparenza informativa.

La crisi ha messo in evidenza come, indipendentemente dall'assetto delle regole, comportamenti percepiti come razionali a livello *micro* (cioè a livello di singolo soggetto economico, sia esso intermediario o investitore) possono essere fortemente destabilizzanti a livello sistemico.

È emersa quindi con forza la necessità di un approccio di vigilanza strutturato non solo per i profili di “micro-stabilità” –in relazione al rischio che un soggetto attui strategie di comportamento che ne possano compromettere la solvibilità e la liquidità – ma anche per i profili di macro-stabilità e di presidio del rischio che uno *shock* di natura sistemica possa riverberarsi su una vasta platea di soggetti innescando condotte imitative che ne possono amplificare gli effetti.

Nell'ambito delle riflessioni e del confronto su questi temi si pone la necessità di ridefinire ruoli e modalità di interazione fra le Autorità di vigilanza dei diversi comparti del sistema finanziario sia in senso “orizzontale”, in relazione ai rapporti fra Autorità con diverse competenze, sia in senso “verticale”, in relazione ai rapporti fra organismi o Autorità internazionali e Autorità nazionali.

In relazione al primo aspetto, la ripartizione di responsabilità “per finalità” dei controlli rappresenta un modello che può consentire di gestire in maniera efficace il *trade off* fra trasparenza e stabilità che si amplifica nelle fasi di turbolenza ma necessita di efficaci e tempestive forme di cooperazione e di scambio di informazioni fra Autorità.

In relazione al secondo aspetto, il bilanciamento fra “centro” e “periferia” nell’allocazione delle responsabilità di vigilanza non può comunque prescindere dalla necessità di un deciso rafforzamento dei meccanismi di scambio di informazioni e da una cooperazione rafforzata fra Autorità nazionali, che non può prescindere da una più ampia armonizzazione delle prassi di vigilanza e delle modalità applicative e interpretative delle norme.

Il carattere globale della crisi ha evidenziato come, in un mercato dei capitali sempre più integrato e dove i portafogli delle famiglie e degli investitori istituzionali hanno ormai una diversificazione internazionale elevata, è molto complesso fronteggiare, a livello di singolo paese, gli effetti derivanti da scelte e approcci di vigilanza di istituzioni e Autorità di altri paesi.

In ambito europeo, questi aspetti derivano, in certa misura, dal fatto che la tendenza della disciplina comunitaria a incentrare le responsabilità di vigilanza quasi interamente sull'Autorità del paese di origine, al fine di perseguire il legittimo obiettivo di favorire l'operatività transfrontaliera e incentivare l'integrazione fra mercati, si combina con la

polarizzazione degli operatori attivi su base *cross-border* su un numero molto limitato di centri finanziari (il Regno Unito per i prestatori di servizi di investimento e Irlanda e Lussemburgo per la gestione collettiva del risparmio e la raccolta di capitale di debito e di prodotti strutturati). Si può creare dunque uno squilibrio nell'allocazione delle responsabilità di vigilanza e dei poteri di *enforcement* che non necessariamente garantisce la protezione degli investitori al dettaglio.

In questo scenario di intenso confronto nelle sedi internazionali, la Consob ha dato un contributo attivo in tutti i gruppi che si stanno occupando dei temi citati, offrendo un apporto di idee e di riflessioni che scaturiscono dalle esperienze di vigilanza maturate in ambito domestico.

Di particolare rilievo sono gli impegni collegati alla co-presidenza della *Task force* Iosco sugli *hedge fund*, che ha già prodotto un primo documento sul tema, e alla presidenza del gruppo Cesr di esperti sul risparmio gestito, nell'ambito del quale la Consob ha contribuito ai lavori della direttiva Ucits IV attraverso la predisposizione del parere sull'introduzione del passaporto europeo per le società di gestione del risparmio. Il gruppo sul risparmio gestito continuerà ad avere un ruolo significativo nell'assistere la Commissione Europea nella preparazione delle norme di livello 2 che dovranno accompagnarne la definitiva implementazione della direttiva. Gli approfondimenti finalizzati ad un corretto funzionamento del passaporto toccano i requisiti organizzativi, il *risk management*, le regole di condotta ed i conflitti di interesse delle società di gestione del risparmio.

La crisi sollecita inoltre approfondimenti sui depositari e la predisposizione di un documento sintetico che sostituirà il prospetto semplificato, per facilitare la comprensione da parte degli investitori finali dei *trade off* rischio-rendimento, nonché per assicurare un adeguato livello di cooperazione tra Autorità competenti.

In ambito domestico la crisi ha sollecitato la Consob ad intraprendere una serie di azioni sul piano della regolamentazione e della vigilanza.

Le risposte operative più direttamente collegate o condizionate dalla crisi fanno riferimento innanzitutto a criticità evidenziate sul versante della correttezza e della trasparenza degli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento nei confronti degli investitori *retail*. In questo ambito, è proseguita l'attività di "livellamento del terreno di gioco" sul fronte dei prodotti caratterizzati da profili rischio/rendimento comparabili, originati da intermediari differenti ed inseriti nei portafogli della clientela. Questa attività ha portato alla definizione delle caratteristiche del prospetto dei prodotti assicurativi caratterizzati da un'alta connotazione finanziaria, chiedendo alle imprese assicuratrici di fornire ai sottoscrittori delle polizze elementi che consentano loro di valutare la probabilità di conseguire rendimenti superiori al tasso cosiddetto *risk-free*. È stata inoltre condotta un'attività di confronto con gli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento al fine di definire le modalità più appropriate per un allineamento delle rispettive prassi alla

normativa Mifid; tale attività, come anticipato, si è recentemente conclusa con la stesura di specifiche raccomandazioni finalizzate a rendere più trasparenti le caratteristiche finanziarie dei prodotti caratterizzati da un elevato grado di complessità e illiquidità, e le componenti di costo ad esse associate.

Un altro intervento di rilievo riguarda la prossima emanazione delle norme di attuazione della disciplina codicistica in materia di operazioni con parti correlate, tema che ha rappresentato storicamente una delle maggiori criticità connesse alla *governance* delle imprese e alla possibilità di realizzare efficaci forme di protezione degli azionisti di minoranza, alla luce delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari delle società quotate (diffusa presenza di azionisti di controllo e di meccanismi di separazione fra diritti di voto e diritti patrimoniali).

La crisi impone comunque una riflessione più approfondita sull'intero apparato regolamentare, divenuto particolarmente complesso, anche a valle dell'intensa attività di recepimento delle direttive europee. La stessa legge sul risparmio prevede peraltro un processo periodico di revisione della regolamentazione.

Tali interventi saranno più diffusamente analizzati nel successivo Capitolo III “L’attività regolamentare”. Nel successivo Capitolo II “L’attività di vigilanza” verranno più dettagliatamente illustrati gli interventi operativi di vigilanza condotti in ambito domestico.

La Consob è stata impegnata in una serie di interventi che hanno avuto, almeno in una prima fase, la finalità di acquisire tutti gli elementi conoscitivi necessari per valutare i potenziali effetti della crisi a livello aggregato e di singolo soggetto vigilato e, successivamente, quella di mitigarne gli effetti e di garantire trasparenza dell’informativa societaria, condizioni di ordinato svolgimento delle transazioni sui mercati e puntuale applicazione delle regole di condotta nella prestazione di servizi di investimento.

Con riferimento più specifico all’azione di vigilanza sugli emittenti, le problematiche evidenziate dalla crisi hanno portato ad orientare l’attività sulla verifica degli assetti organizzativi, della efficacia dei sistemi di controllo interno, della funzione di *compliance* e delle rispettive collocazioni all’interno dei sistemi di governo societario.

In presenza di mercati caratterizzati da turbolenze generalizzate – su cui hanno influito debolezze strutturali di alcuni operatori, crisi di fiducia indotte dalla difficoltà di capire la vera portata e le vere implicazioni della crisi e i timori di attacchi speculativi – l’attività di monitoraggio delle dinamiche dei mercati ha rappresentato un punto di riferimento obbligato per valutare la rilevanza delle singole componenti sul mercato nazionale e per poter mettere in campo interventi mirati. Sotto questo specifico profilo l’attività dell’Istituto si è in gran parte svolta all’interno di un quadro coordinato a livello internazionale, per garantire uniformità e coerenza complessiva agli interventi, pur nel rispetto delle specificità nazionali. A ciò sono riconducibili le azioni intraprese sulle

vendite allo scoperto e le riflessioni sull'opportunità di pervenire ad un regime di *disclosure* delle posizioni ribassiste secondo un orientamento che si va consolidando anche in sede internazionale, riflessioni che hanno portato a prevedere consultazioni con l'industria per verificare i potenziali costi e benefici di un'iniziativa in tale senso.

Il Capitolo finale “Le aree di rischio e le linee strategiche per il 2009” delinea quelle che, alla luce delle esperienze maturate nel corso delle crisi, saranno le strategie e gli approcci di vigilanza nei diversi settori istituzionali per i prossimi mesi.

I temi di maggiore rilievo riguardano i controlli sull'informativa societaria e sulla *disclosure* di alcuni elementi critici dell'informativa contabile – continuità aziendale, verifiche sulle perdite di valore di specifici *asset* e rappresentazione dei rischi finanziari – anche in occasione di tensioni o crisi finanziarie degli emittenti.

In materia di intermediari e di servizi di investimento la strategia di vigilanza è volta a verificare la necessaria coerenza delle politiche commerciali adottate dagli operatori rispetto alle caratteristiche e ai bisogni della propria clientela, attraverso forme di interazione e dialogo con i soggetti vigilati che garantiscano allo stesso tempo una puntuale applicazione della nuova disciplina dettata dalla MiFID e incisive forme di *enforcement* soprattutto nei confronti dei soggetti più rilevanti nell'intermediazione dei flussi del risparmio delle famiglie.

Rimane prioritario individuare meccanismi per rilanciare l'industria del risparmio gestito, poiché l'elevata diffusione del risparmio amministrato continua a rappresentare un elemento di strutturale debolezza del nostro sistema rispetto a quello di altri paesi con mercati dei capitali più sviluppati e amplifica l'esposizione a *shock* sistematici collegati a *default* e crisi finanziarie. Per ciò che riguarda, infine, i controlli sui mercati, i profili della crisi si intersecano con quelli collegati all'integrazione e al consolidamento fra le strutture di *trading*, in uno scenario un cui sarà necessario bilanciare attentamente le finalità collegate alla salvaguardia della posizione competitiva della piazza finanziaria italiana e le esigenze di internazionalizzazione e di apertura degli assetti proprietari delle società di gestione che riflettono un *trend* in atto ormai da diversi anni a livello internazionale.

II – L’ATTIVITÀ DI VIGILANZA

1. Gli interventi di vigilanza collegati al default Lehman Brothers

Il fallimento di Lehman Brothers fornisce un esempio evidente di quanto possa essere rilevante l’impatto a livello locale di uno *shock* internazionale. Il fallimento ha infatti coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la *holding* costituita nel Regno Unito che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali. Il gruppo Lehman Brothers era presente in Italia attraverso soggetti abilitati a prestare servizi di investimento o di gestione collettiva (Lehman Brothers A.M. Italy Sgr, società di gestione autorizzata ma non ancora operativa, e Lehman Brothers International, succursale di impresa di investimento comunitaria che prestava i servizi di consulenza e negoziazione, in specie su derivati, anche con enti locali e casse di previdenza, con circa 150 dipendenti in Italia). Inoltre, Lehman Brothers International negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite “accesso remoto” (collegamento telematico diretto) e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società Mts Spa (Mercato Telematico Titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso).

Per oltre 1.000 fra titoli azionari e obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers in circolazione, una sola emissione di titoli obbligazionari è riferibile ad un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob (nel novembre 2005). Da fine 2005, entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni Lehman sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere (quelle dell’Irlanda e del Lussemburgo¹⁸), con esclusione di poteri di controllo e vigilanza dell’Autorità del paese ospitante, in questo caso la Consob.

Il 15 settembre 2008, appresa la notizia della presentazione da parte della holding americana del gruppo Lehman Brothers dell’istanza di fallimento, in collegamento con Banca d’Italia e Isvap, è stata avviata la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano. Ciascuna Autorità si è impegnata ad assumere nei tempi più rapidi possibili le informazioni relative ai diversi settori del mercato, ed è stata quindi iniziata immediatamente un’indagine ricognitiva dell’esposizione di emittenti, mercati e investitori in forme di risparmio gestito o amministrato.

Lo stesso 15 settembre è stata indirizzata ad un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata ad evidenziare la posizione relativa a derivati, a depositi o linee di credito, nonché a titoli in portafoglio emessi o

¹⁸ Risulta infatti che nel periodo compreso tra il 1 gennaio 2008 e il 30 giugno 2008 i prospetti approvati dall’Irlanda sono stati 725, mentre quelli approvati nello stesso periodo dal Lussemburgo sono stati 863.

garantiti dal gruppo Lehman Brothers o da soggetti ad esso riconducibili. I risultati dell'analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema.

Sempre il 15 settembre, prima dell'apertura dei mercati, sono stati presi contatti con Borsa Italiana per valutare gli interventi relativi all'operatività del gruppo Lehman sui mercati italiani. Il 16 settembre, a seguito di comunicazione della Banca d'Italia, la Cassa di Compensazione e Garanzia ha avviato la procedura prevista in caso di inadempimento di un partecipante indiretto (negoziatore) ai mercati, mentre Monte Titoli ha proceduto alla liquidazione delle posizioni garantite da controparte centrale ed ha provveduto allo stralcio di quelle non garantite.

Il 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria, con casa madre in Londra, abilitata alla prestazione dei servizi di investimento in Italia. Dalle risultanze preliminari è emerso che tale succursale svolgeva un'attività promozionale e commerciale dei servizi resi dalla casa madre, con successivi contatti diretti fra cliente italiano e sede centrale inglese dell'intermediario.

Dagli accertamenti svolti e dalle evidenze raccolte è emerso che l'impatto del *default* del gruppo Lehman Brothers sulla clientela italiana si è manifestato prevalentemente attraverso il mercato delle polizze assicurative di tipo *index linked* (con 1,6 miliardi di euro di prodotti agganciati ad obbligazioni Lehman collocati fra i risparmiatori italiani) e il risparmio amministrato (da indagini campionarie che hanno coinvolto i principali gruppi bancari, la presenza di titoli di società del gruppo Lehman Brothers nei *dossier* della clientela risultava pari a circa 1,1 miliardi di euro), mentre l'impatto del *default* è stato meno rilevante sul risparmio gestito su base individuale (409 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,1 per cento del patrimonio gestito) e collettivo (138 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,05 per cento del patrimonio gestito). Per ciò che riguarda invece le posizioni in derivati OTC con clientela italiana sono risultati contratti con la Repubblica Italiana e con tre Regioni (Lazio, Marche, Sicilia), mentre non si sono registrate posizioni in derivati con Comuni o Province.

Le attività di vigilanza si sono estese anche alle polizze assicurative *index linked* collegate a obbligazioni o prodotti di società del gruppo collocati tramite prospetto informativo ad investitori al dettaglio ed aventi come sottostante tali prodotti (pari come prime accennato a oltre 1,6 miliardi di euro).

Per tale motivo il 24 settembre 2008 Consob e Isvap hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire informazioni ai clienti circa la procedura concorsuale e le motivazioni dell'eventuale impossibilità di pubblicare il valore degli strumenti collegati alle polizze.

Gli interventi di vigilanza sono stati finalizzati a garantire la massima trasparenza dell'informativa al pubblico sull'evoluzione del rischio di credito dei prodotti e sulle

iniziativa a tutela degli investitori adottate dalle imprese di assicurazione. In particolare, le iniziative a tutela degli investitori hanno riguardato circa 1,3 miliardi di euro degli 1,6 miliardi complessivi di prodotti con emittente Lehman Brothers. Tali iniziative nella gran parte dei casi prevedono la restituzione del premio versato alla scadenza originaria del prodotto.

Il 26 settembre, per ciò che riguarda più in generale l'intero settore dei servizi di investimento, è stato raccomandato agli intermediari detentori, per conto degli investitori, di strumenti finanziari riconducibili alle società del gruppo Lehman Brothers di adottare disposizioni interne volte a consentire alla rete commerciale e ai "punti di contatto" di fornire alla clientela un'informativa tempestiva ed adeguata.

Le principali associazioni di categoria (Assoreti, Abi, Assogestioni e Assosim) hanno supportato questa iniziativa avviando interventi nella direzione auspicata.

L'Abi, in particolare, ha comunicato di avere assunto una serie di iniziative a tutela dei crediti vantati dai possessori di titoli emessi dalle società del gruppo Lehman nell'ambito delle procedure di crisi avviate nei loro confronti. Tale decisione è da ricondurre, tra l'altro, alla presenza dei titoli obbligazionari Lehman Brothers nella lista dei titoli a basso rischio di credito – basato sul giudizio delle agenzie di rating – prevista dalla procedura di monitoraggio "Patti Chiari" sponsorizzata dall'Abi. Successivamente al *default* Lehman Brothers tale lista non è più prodotta nell'ambito della procedura "Patti Chiari".

Inoltre, sulla base di esposti di clienti che segnalavano una non compiuta informativa sul profilo di rischio dei titoli di cui trattasi, sono state formulate specifiche richieste alle banche di medio-piccola dimensione interessate dalla vicenda.

Le banche interpellate hanno fatto presente di non avere mai effettuato sollecitazione all'investimento in detta tipologia di titoli e di essersi attenute alle indicazioni previste nell'ambito dell'iniziativa "Patti Chiari" che inseriva i titoli riconducibili a Lehman fra quelli a basso rischio. I medesimi intermediari hanno altresì riferito di avere informato la clientela circa le iniziative avviate per garantire assistenza degli investitori.

2. La vigilanza sull'integrità del mercato e sul divieto di vendite allo scoperto

In linea con le misure adottate dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi industrializzati al fine di mitigare le eccezionali turbolenze sui mercati azionari, fra settembre e ottobre 2008 la Consob ha assunto provvedimenti in materia di divieto di vendite allo scoperto con l'obiettivo di limitare brusche correzioni al ribasso dei corsi azionari e concorrere a garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, sono stati richiamati gli operatori al puntuale rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto. Il lunedì successivo, 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, valutato l'andamento del mercato, è stato adottato un provvedimento più restrittivo, richiedendo che la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate fosse assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione, al fine di contrastare manovre speculative idonee a produrre effetti anomali sulle quotazioni.

Tra il 23 settembre e il 7 ottobre, in sole 11 sedute, l'indice del settore bancario ha registrato una flessione del 16 per cento. Il titolo Unicredit nello stesso intervallo temporale ha subito una perdita complessiva del 22,93 per cento, registrando le variazioni negative più significative, pari rispettivamente a -8,25 e -9,28 per cento, nelle sedute del 29 e del 30 settembre.

La collaborazione con Borsa Italiana è stata continua; nelle sedute più critiche (29 e 30 settembre) Borsa Italiana ha frequentemente adottato provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni, tendenti a mitigare gli eccessi speculatori¹⁹.

Il 30 settembre la Consob, valutato l'andamento del mercato, ha attivato iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, per accettare il rispetto del divieto di vendite allo scoperto e indagare sulle cause del crollo delle quotazioni di titoli bancari. Le indagini hanno mirato ad individuare in particolare i committenti finali delle operazioni in vendita e la regolarità delle operazioni disposte.

Lo stesso giorno sono state attivate richieste di cooperazione internazionale per ottenere informazioni più approfondite in relazione all'attività di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (c.d. *remote member*) che non avevano consegnato i titoli nei tempi dovuti ovvero risultati particolarmente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari nella seduta del 29 settembre.

Il 1° ottobre la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti disposti e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato hanno indotto la Consob ad adottare ulteriori misure restrittive, prescrivendo che le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative fossero assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione.

Lo stesso 1° ottobre, sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

¹⁹ Il titolo Unicredit è stato rinviato in asta di pre-apertura per 4 volte il 29 settembre 2008, per 6 volte il 30 settembre 2008 e per ben 10 volte nella seduta del 7 ottobre 2008.

Complessivamente, sono state inviate 11 richieste di cooperazione internazionale in relazione all'operatività allo scoperto sulle azioni di 4 emittenti finanziari italiani (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Unicredit e Unipol). In particolare, è stata richiesta la cooperazione da parte delle Autorità di 4 Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito e Svezia) e di un paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda) relativamente all'operatività di 11 intermediari (cinque del Regno Unito; uno tedesco; tre francesi, uno svedese e uno con sede alle Bermuda) di cui 9 membri remoti del mercato azionario italiano.

Il 7 ottobre, sulla base dei primi accertamenti e delle evidenze raccolte, è stato adottato un provvedimento d'urgenza con il quale è stato ordinato a un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano. L'intermediario non era stato in condizione di regolare a scadenza le vendite di titoli Unicredit concluse per conto di tali soggetti nelle giornate del 25 e 30 settembre.

Il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla Consob anche sulla base delle indicazioni provenienti dalle Associazioni degli intermediari, Borsa Italiana e *London Stock Exchange* hanno annunciato il rinvio al 10 novembre 2008 della migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle difficili condizioni di mercato.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagnie azionarie delle principali società italiane e l'origine dei forti flussi in vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob la situazione corrente dei rispettivi possessi azionari nonché tutte le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Complessivamente, le evidenze raccolte fino al 31 dicembre in relazione agli interventi in materia di vendite allo scoperto mostrano l'importanza che hanno assunto i provvedimenti Consob, in un contesto di mercato caratterizzato da turbolenze eccezionali, nel segnalare agli operatori l'attenzione posta dalle Autorità di vigilanza verso gli effetti di un'operatività caratterizzata da una forte componente speculativa.

Il 30 dicembre 2008 è stato prorogato il precedente divieto per le sole azioni di imprese bancarie assicurative e di società oggetto di aumento di capitale, mentre per tutte le altre azioni il divieto riguarda solo le vendite non assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine. Tali restrizioni sono previste che rimangano in vigore fino al 31 maggio 2009, salvo motivi che ne supportino un riesame anticipato.

È stata pertanto deliberata una consultazione aperta al pubblico al fine di raccogliere osservazioni e commenti sulle misure restrittive in materia di vendite allo scoperto di azioni previste dalla citata delibera, unitamente ad una serie di audizioni con le principali associazioni di categoria e società di gestione dei mercati.

In ambito internazionale sia il Cesar sia la Iosco stanno valutando la possibilità di introdurre regole condivise in materia di vendite allo scoperto, in particolare con riferimento all'introduzione di obblighi di trasparenza delle posizioni ribassiste. Per il futuro la scelta di introdurre obblighi di questo tipo a livello nazionale andrà vagliata con attenzione, valutandone anche costi e benefici.

3. La vigilanza sul settore del risparmio gestito

Nel 2008, il settore del risparmio gestito, già debole per ragioni strutturali, è stato fortemente colpito dagli effetti della crisi finanziaria internazionale.

In molti casi, l'aggravarsi della crisi di liquidità dei mercati si è innestata su una situazione contraddistinta dall'aumento delle richieste di rimborso di quote di fondi (motivate da una crescente avversione al rischio e, correlativamente, da un'accentuata propensione alla liquidità immediata).

Per effetto di tali fattori, le performance dei fondi comuni sono peggiorate: le società di gestione hanno venduto sul mercato parte dei titoli in portafoglio e, in presenza di una domanda debole, tali vendite hanno contribuito a deprimere ulteriormente i corsi azionari ed obbligazionari. In molti casi, è emersa l'esigenza di porre in essere misure atte ad evitare la liquidazione dei fondi.

In considerazione di tali dinamiche di mercato, è stata avviata un'attività di monitoraggio sistematico della situazione di liquidità dei fondi comuni italiani, al fine di verificare la capacità dei gestori di far fronte alle richieste di riscatto, secondo modalità rispettose del principio di salvaguardia dell'interesse degli investitori.

Nell'esercizio dei poteri di vigilanza informativa, a partire dal mese di ottobre è stato chiesto a 33 società di gestione del risparmio, che costituiscono una parte significativa (circa i 2/3) del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani, di comunicare alla Consob lo stato della liquidità e l'andamento dei disinvestimenti chiesti dai sottoscrittori.

In tale contesto, si è reputato, altresì, necessario effettuare un intervento ispettivo nei confronti di una Sicav di diritto lussemburghese – gestita su delega da una banca italiana – che presentava difficoltà nel liquidare gli *asset* in portafoglio.

In linea generale, l’analisi dei dati acquisiti ha permesso di constatare la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti: l’ammontare dei rimborsi richiesti è apparso assistito dalla liquidità in giacenza.

Maggiormente critica appare, invece, la situazione dei fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale.

Dopo anni di crescita, a partire dal secondo trimestre del 2008, i fondi speculativi italiani hanno riportato una raccolta netta negativa e sono stati colpiti dalla crisi finanziaria internazionale (i cui principali effetti si sono manifestati sotto forma di: carenza di liquidità, deprezzamento degli *assets*, tendenza dei *prime broker* a richiedere margini più elevati, generale inasprimento delle condizioni di finanziamento).

In tale quadro di mercato, i gestori si sono trovati a far fronte al *trend* crescente delle richieste di rimborso.

La tipologia di fondi speculativi nettamente prevalente nel mercato italiano – ossia, i fondi di fondi – hanno risentito della crisi dei fondi *target*, oggetto, a loro volta, di consistenti richieste di rimborso e da difficoltà gestionali indotte dall’illiquidità degli *assets* detenuti in portafoglio.

In considerazione di un tale andamento del comparto, si è reso necessario disporre un accertamento ispettivo presso una Sgr italiana specializzata nella gestione di fondi di fondi ed esercitare attività di vigilanza informativa, che si è inizialmente concentrata sulla verifica delle tensioni di liquidità originate dall’incidenza dei rimborsi da regolare rispetto al patrimonio netto su un campione di Sgr. Le tensioni di liquidità erano tali da richiedere provvedimenti di natura normativa idonei a scongiurare l’*extrema ratio* della liquidazione del fondo.

A tale esigenza è stata data una risposta normativa con l’art. 14, commi 6-8, del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185²⁰, che consente con efficacia immediata e sino al 31 dicembre 2009, alle Sgr di modificare i regolamenti di gestione dei fondi speculativi, introducendo misure volte a graduare i rimborsi in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore a determinate soglie (cc.dd. *gates*) o a trasferire le attività illuide del fondo in un nuovo organismo di tipo chiuso appositamente costituito (c.d. *side-pocket*), nel caso in cui la cessione di tali attività possa pregiudicare l’interesse dei partecipanti. Allo stato, 8 Sgr hanno attivato meccanismi cc.dd. di *gate* e *side pocket*.

²⁰ Le norme attuative del d.l. 185/2008 (convertito nella legge 28 gennaio 2009, n. 2 “Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale”) sono state emanate dalla Banca d’Italia con Regolamento del 16 dicembre 2008.

Nel corso del 2008 è, inoltre, proseguita – in linea di continuità con l’attività iniziata l’anno precedente – la vigilanza sul segmento dei fondi comuni immobiliari.

La finalità principale è consistita nell’analisi delle procedure relative alla mappatura e alla gestione delle situazioni di conflitto di interessi adottate dalle Sgr, anche alla luce delle innovazioni normative conseguenti al recepimento della MiFID.

In un caso particolare, la crisi finanziaria ha determinato difficoltà nello smobilizzo del portafoglio immobiliare di un fondo gestito da una Sgr appartenente ad un gruppo bancario estero, la cui scadenza era fissata per il 31 dicembre 2008. Le vicende che hanno interessato la liquidazione del fondo hanno richiesto un’assidua azione di vigilanza diretta a controllare nel continuo la correttezza del comportamento della società di gestione relativamente alle iniziative che intenderà assumere per concludere in modo ordinato e nell’interesse dei partecipanti il processo di liquidazione del fondo.

Anche la vicenda legata al caso Madoff ha impegnato in maniera intensa la Commissione sia in ambito internazionale che domestico.

Sul primo fronte, il 16 dicembre 2008 sono state avviate, tramite il *Gruppo permanente di esperti sulle gestioni* del Cesr, attività di approfondimento e coordinamento con altre Autorità di vigilanza dalle quali è emerso che i fondi armonizzati che risultano aver investito direttamente nelle attività della ‘galassia Madoff’²¹ sono stati istituiti, regolati e vigilati ai sensi della legislazione lussemburghese ed irlandese e sono stati commercializzati in Italia in virtù delle disposizioni della Direttiva 85/611/CEE. È emerso che 4 fondi armonizzati, con sede in Irlanda e Lussemburgo, e diversi fondi non armonizzati sono esposti direttamente nei confronti di Madoff in maniera significativa e hanno generato effetti di contagio su fondi che a loro volta hanno investito parte del loro patrimonio nei fondi direttamente esposti (fondi di fondi); è emerso, inoltre, che i gestori lussemburghesi e irlandesi non effettuavano adeguati controlli prima di affidare il loro patrimonio a Madoff.

In ambito domestico, il 15 dicembre 2008 la Consob ha inoltrato richieste di dati e notizie alle prime 12 Sgr di fondi aperti e alle prime 10 Sgr di fondi speculativi, e in data 17 dicembre ha chiesto a 26 banche quotate dati e notizie sulla propria esposizione e sull’esposizione della clientela nei confronti della quale esse prestano il servizio di deposito amministrato. Le evidenze raccolte indicano un’esposizione complessivamente limitata verso i fondi Madoff sia nel comparto del risparmio gestito²² che per ciò che riguarda le posizioni del sistema bancario e della clientela amministrata²³; pure limitate

²¹ In particolare, in prodotti finanziari riconducibili al fondo “Bertrand L. Madoff Investment Securities LLC”.

²² I fondi comuni italiani sono complessivamente esposti per circa 128 milioni di euro (109 i fondi speculativi, 19 i fondi aperti).

²³ È emersa un’esposizione di 8 banche quotate per un valore complessivo di circa 120 milioni di euro (Ubi Banca, Unicredit, Banco Popolare, Banca Popolare dell’Emilia Romagna, Banca Intermobiliare di

sono le esposizioni dei portafogli gestiti su base individuale²⁴ e dei prodotti finanziario-assicurativi²⁵. È stato, tuttavia, reputato necessario effettuare un intervento di natura ispettiva presso una Sgr che, sebbene con un patrimonio complessivo in gestione di modesta entità, risultava particolarmente esposta verso fondi Madoff sia in relazione alla gestione di fondi di fondi che di gestioni individuali speculative.

Più consistente è invece l'esposizione di fondi di diritto estero gestiti da soggetti appartenenti a gruppi italiani, ma non commercializzati in Italia (circa 830 milioni di euro).

4. La vigilanza sull'operatività in derivati degli intermediari nei confronti di Enti locali

Negli ultimi anni gli Enti locali hanno fatto un intenso ricorso alla stipula di contratti finanziari derivati con l'intento di ottimizzare la gestione finanziaria delle proprie passività di bilancio.

La materia, come è noto, ha formato oggetto, a partire dagli anni Novanta del secolo scorso, di una disciplina pubblicistica volta a rendere più flessibili le fonti di finanziamento degli enti locali, pur in un disegno unitario di coordinamento della finanza pubblica.

Il rispetto delle regole a tal fine stabilite è stato peraltro sottoposto ad un articolato sistema di vigilanza – anch'esso di natura pubblica – reso nel tempo più stringente e che si compone di controlli interni, demandati all'organo consiliare ed al collegio dei revisori degli enti, e di controlli esterni, incentrati sul Ministero dell'Economia e delle Finanze e sulla Corte dei Conti.

La complessità degli strumenti derivati utilizzati e la mancanza di appropriate competenze tecniche presso gli Enti stessi hanno generato nel tempo, in un contesto macroeconomico radicalmente cambiato e con aspettative sulle grandezze finanziarie collegate a tali contratti completamente mutate, la necessità di una complessiva valutazione dell'impatto di tali contratti sulle condizioni di stabilità della finanza pubblica, richiedendo al contempo interventi organici per la definizione di un chiaro ed efficiente quadro normativo di riferimento.

Per gli aspetti di sua competenza la Consob, negli ultimi anni, ha prestato particolare attenzione alla materia della negoziazione di derivati Otc con imprese ed enti locali. Per tali prodotti peraltro non sono previsti strumenti e modalità di verifica preventiva dei

Investimenti e Gestioni, Credito Emiliano, Banca Popolare di Sondrio, Mediobanca). Le maggiori esposizioni riguardano Ubi Banca (per 56 milioni) e Unicredit (per 46,47 milioni). L'esposizione diretta dei clienti è risultata pari a circa 10 milioni di euro.

²⁴ Si tratta di portafogli gestiti da 3 Sgr per circa 28 milioni di euro e da 2 Sim per circa 12 milioni di euro.

²⁵ Si tratta di prodotti collocati da 7 imprese di assicurazioni, per un importo complessivo pari a circa 31 milioni di euro.

contratti all'atto della loro ingegnerizzazione o della loro commercializzazione da parte degli intermediari, in quanto non trova applicazione la disciplina dell'"appello al pubblico risparmio". Inoltre, gli enti locali sono stati quasi sempre classificati come "operatori qualificati", in virtù di espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in investimenti finanziari rilasciata dai rappresentanti legali e sono quindi stati privati delle tutele informativa e comportamentale previste per i rapporti con investitori *retail*.

Dagli accertamenti svolti nei mesi scorsi presso i principali operatori nazionali e comunitari insediati in Italia con stabilimento di succursale è emerso che le succursali di intermediari esteri non hanno svolto attività di prestazione di servizi di investimento, limitandosi, al più, a facilitare il contatto dei clienti con la casa madre. L'attività in derivati con gli Enti Locali italiani è risultata pertanto riferibile in larga parte a soggetti esteri operanti in regime di libera prestazione, come tali assoggettati alla vigilanza dell'Autorità del paese d'origine.

Si è rilevato inoltre che presso gli intermediari nazionali spesso non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire *a posteriori* il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela.

Sono stati pertanto conclusi procedimenti sanzionatori per carenza di procedure aziendali idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione di servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. I procedimenti hanno riguardato carenze nella fase sia di produzione che di distribuzione dei prodotti derivati.

Dal punto di vista regolamentare, nell'ambito delle già richiamate linee di livello 3 sui prodotti illiquidi, la Consob ha sottolineato la rilevanza della consulenza alla clientela per gli intermediari che distribuiscono derivati Otc con finalità di copertura, evidenziandone la natura di "contratto di durata" che non può esaurire i suoi effetti al momento della stipula dell'operazione. Così nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti "a copertura" di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità perseguitate dalla impostazione originaria dell'operazione.

La Consob sta collaborando da tempo, insieme alla Banca d'Italia, con le competenti strutture del Ministero dell'Economia per l'attuazione dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge n. 133/2008 (e, già in precedenza, per l'attuazione dell'art. 1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008), con specifico riferimento alle informazioni che i contratti devono contenere e agli adempimenti connessi alla loro conclusione.